

巨龙单吨盈利再创新高，期待二期项目投产

2025 年 10 月 18 日

► **事件：公司发布 2025 年三季报。**2025Q1-Q3 公司实现营收 24.0 亿元，同比+3.4%，归母净利润 27.5 亿元，同比+47.3%，扣非归母净利润 27.6 亿元，同比+49.3%。**单季度看**，25Q3 实现营收 7.2 亿元，同比+28.7%，环比-35.8%，归母净利润 9.5 亿元，同比+66.5%，环比-9.7%，扣非归母净利润 9.5 亿元，同比+66.6%，环比-10.4%。业绩符合预期。

► **锂：产线因矿证问题停产，Q3 销量环比下滑。**1) 量：25Q1-Q3 电碳产销 0.60/0.48 万吨，其中 Q3 产销 0.09/0.03 万吨，环比减少 0.21/0.26 万吨，主要由于锂产线因矿证不合规问题于 7 月 17 日停产，10 月 11 日复产；根据最新规划，2025 年碳酸锂产销目标由 1.1 万吨下调至 0.85 万吨；2) 价：25Q3 江西青海矿证不合规问题发酵，国内电池级碳酸锂均价 7.3 万元，环比+12.7%；3) 本：25Q1-Q3 单吨营业成本 4.1 万元，其中 25Q3 单吨营业成本约 3.4 万元，环比有所下降，但因销量较低，预计利润贡献较小。

► **钾：钾肥价格表现强势，盈利水平继续提升。**1)量：25Q1-Q3 氯化钾产销量 70.2/78.4 万吨，其中 Q3 产销量 21.6/24.8 万吨，环比下降 10.9/11.0 万吨，主要由于 Q2 产销大幅恢复，基数较高；2) 价：25Q1-Q3 钾肥价格保持强势，公司氯化钾不含税售价 2679 元，其中 Q3 不含税售价 2826 元；3) 本：25Q1-Q3 单吨营业成本 979 元，其中 Q3 为 941 元，环比预计小幅下降，盈利水平继续提升。

► **铜：铜钼价格上涨，单吨净利再创新高。**1)量：25Q1-Q3 巨龙矿产铜产销量 14.3/14.2 万吨，其中 Q3 产销量 5.0/5.0 万吨，环比增加 0.3/0.3 万吨；2) 价：25Q3 LME 铜价 9821 美元/吨，环比+3.7%，钼精矿价格 4212 元/吨，环比+17.7%；3) 利：由于铜钼价格上涨，25Q1-Q3 巨龙实现净利润 64.2 亿元，单吨铜净利 4.5 万元，其中 Q3 净利润 23.1 亿，单吨铜净利 4.7 万元，环比增加 0.1 万元，盈利水平再创新高；4) 投资收益：25Q1-Q3 巨龙贡献投资收益 19.5 亿元，其中 Q3 为 6.9 亿元，环比增加 0.4 亿元。

► **项目进展：1) 察尔汗盐湖锂产线已复产：**2025 年 9 月 30 日公司获得自然资源部颁发的察尔汗盐湖采矿许可证，氯化钾产能调整为 120 万，副产品电池级碳酸锂产能 1 万吨，开采矿种在延续钾盐作为开发主矿种基础上，新增矿盐、镁盐、锂矿、硼矿共生矿种，前期矿证不合规问题解决，锂产线于 10 月 11 日正式复产；2) 麻米措盐湖：按计划推进，已完成光伏电站建设合同签订，厂房建设进度符合预期。资金层面，江苏藏青基金规划扩募 14 亿元，公司认购完成后在基金中的份额仍为 47.08%；3) 老挝钾肥：稳步开展项目建设前的各项准备工作，包括临水、临电、进场道路，持续推进充填技术攻关、降本、安全及环保等项目试验；4) 巨龙二期：25Q3 巨龙二期第二选矿厂精选系统成功试车，德庆普尾矿库主排洪隧道下游段安全精准贯通，规划 2025 年底投产。

► **投资建议：**钾锂铜三轮驱动，成长空间大，盐湖提锂成本优势显著，巨龙二三期扩产项目如期推进，紫金入主赋能，降本效果逐步显现，项目进度或超预期，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 36.8、57.0、80.2 亿元，对应 10 月 17 日收盘价的 PE 为 23、15 和 11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**铜价超预期下跌，项目进度不及预期，海外地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,251	3,134	5,394	7,790
增长率 (%)	-37.8	-3.6	72.1	44.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,580	3,675	5,697	8,016
增长率 (%)	-24.6	42.4	55.0	40.7
每股收益 (元)	1.64	2.34	3.63	5.10
PE	33	23	15	11
PB	6.2	5.6	4.6	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

54.69 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 南雪源

执业证书：S0100525080002

邮箱：nanxueyuan@glms.com.cn

相关研究

- 1.藏格矿业 (000408.SZ) 2025 年半年报点评：巨龙腾飞，业绩超预期-2025/08/03
- 2.藏格矿业 (000408.SZ) 2024 年年报点评：铜矿业绩贡献再创新高，期待巨龙扩产落地-2025/03/30
- 3.藏格矿业 (000408.SZ) 事件点评：紫金赋能，发展提速-2025/01/18
- 4.藏格矿业 (000408.SZ) 2024 年三季报点评：巨龙持续降本盈利亮眼，三轮驱动成长可期-2024/10/27
- 5.藏格矿业 (000408.SZ) 深度报告：钾锂铜三轮驱动，成长空间大-2024/10/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,251	3,134	5,394	7,790
营业成本	1,791	1,280	2,420	3,120
营业税金及附加	353	219	270	312
销售费用	51	47	81	117
管理费用	247	226	324	389
研发费用	7	19	32	47
EBIT	832	1,359	2,294	3,844
财务费用	3	-5	-12	-27
资产减值损失	-48	0	0	0
投资收益	2,070	2,546	4,127	5,654
营业利润	2,855	3,910	6,432	9,523
营业外收支	-147	0	0	0
利润总额	2,709	3,910	6,432	9,523
所得税	139	235	386	571
净利润	2,569	3,675	6,046	8,952
归属于母公司净利润	2,580	3,675	5,697	8,016
EBITDA	1,290	1,859	2,812	4,400

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	888	1,919	3,169	4,863
应收账款及票据	25	24	41	59
预付款项	44	31	59	76
存货	427	351	663	855
其他流动资产	703	482	655	838
流动资产合计	2,087	2,807	4,587	6,692
长期股权投资	6,056	6,947	9,836	13,793
固定资产	2,532	2,558	2,549	2,539
无形资产	704	703	701	698
非流动资产合计	12,997	14,177	17,047	20,967
资产合计	15,083	16,983	21,635	27,659
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	431	308	582	750
其他流动负债	372	662	1,210	1,578
流动负债合计	823	989	1,812	2,348
长期借款	0	225	225	225
其他长期负债	414	415	433	433
非流动负债合计	414	640	658	658
负债合计	1,236	1,630	2,470	3,006
股本	1,580	1,570	1,570	1,570
少数股东权益	-18	-18	331	1,268
股东权益合计	13,847	15,353	19,165	24,653
负债和股东权益合计	15,083	16,983	21,635	27,659

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-37.79	-3.58	72.08	44.42
EBIT 增长率	-70.23	63.26	68.82	67.56
净利润增长率	-24.56	42.44	55.02	40.71
盈利能力 (%)				
毛利率	44.91	59.15	55.13	59.94
净利率	79.36	117.24	105.62	102.90
总资产收益率 ROA	17.10	21.64	26.33	28.98
净资产收益率 ROE	18.61	23.91	30.25	34.28
偿债能力				
流动比率	2.54	2.84	2.53	2.85
速动比率	1.61	2.37	2.09	2.42
现金比率	1.08	1.94	1.75	2.07
资产负债率 (%)	8.20	9.60	11.42	10.87
经营效率				
应收账款周转天数	2.78	2.78	2.78	2.78
存货周转天数	87.06	100.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.22	0.20	0.28	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	1.64	2.34	3.63	5.10
每股净资产	8.83	9.79	11.99	14.89
每股经营现金流	0.59	1.22	1.75	2.54
每股股利	0.26	1.42	2.21	3.10
估值分析				
PE	33	23	15	11
PB	6.2	5.6	4.6	3.7
EV/EBITDA	65.07	45.14	29.85	19.08
股息收益率 (%)	0.48	2.60	4.03	5.68

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,569	3,675	6,046	8,952
折旧和摊销	458	501	518	556
营运资金变动	-125	266	292	126
经营活动现金流	919	1,921	2,741	3,993
资本开支	-145	-486	-481	-517
投资	-95	-238	0	0
投资活动现金流	-31	1,076	757	1,179
股权募资	0	-300	0	0
债务募资	20	225	0	0
筹资活动现金流	-1,621	-1,966	-2,248	-3,479
现金净流量	-733	1,031	1,250	1,693

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048